

## 从 CDS 看金融衍生品的异化与监管

——以瑞银集团诉 Paramax 案为例

楼建波

**内容提要:**本文以最具代表性的金融衍生品——信用违约互换(CDS)为例,结合次贷危机后第一例 CDS 诉讼——“瑞银诉 Paramax”,分析了 CDS 这一金融创新异化的过程以及法律因素在其中扮演的角色。CDS 的形式是市场主体之间缔结的合同。正是合同下的履约风险消解了 CDS 作为信用风险管理工具的基本价值,促成了其从保险机制到投机工具、从合同到不受监管的“证券”的异化。这也表明,以形式至上为特征的法律与监管机制在功能(实质)至上的金融创新面前恐怕难以避免失败的结局。

**关键词:**CDS 金融创新 金融衍生品 异化 金融衍生交易的合同基础

楼建波,北京大学法学院副教授、法学博士。

2008 年席卷全球的金融海啸,其风暴眼是金融衍生品危机,<sup>[1]</sup>包括以债务抵押债券(collateralized debt obligation - CDO)为代表的结构性融资工具以及以信用违约互换(credit default swap - CDS)为代表的避险工具的危机。<sup>[2]</sup>正是这些金融创新的尖端产品导致全球金融市场的主宰——华尔街投资银行全军覆没。金融衍生品的本源是为了更有效地分配金融市场的风险与收益,但它们在金融海啸中却俨然成为风险策源地,这一异化过程与根源成

[1] 关于“金融衍生品”的内涵与外延,目前尚有一定的争议。以国际衍生及互换工具协会(ISDA)为代表的专业组织认为,只有那些其价值衍生于其他基础资产的产品才属于金融衍生品,如远期、期货、期权、互换四大类,这些产品通常是作为分散风险的工具。至于具有融资功能的各种资产证券化产品,如 MBS 等,并不符合上述要件。但更多的学者和机构采广义的金融衍生品概念,认为金融衍生品既包括传统的期权、期货等衍生品以及新的 CDS 等避险工具,也包括 ABS、CDO 等证券化结构融资产品。参见 e. g., Henry T. C. Hu, Hedge Expectation: “Derivative Reality” and the Law and Finance of the Corporate Objective, 73 *Tex L. Rev.* 985, at 996 - 998。本文在后一种意义上使用金融衍生品概念。

[2] CDS 与 CDO 作为此次危机中最著名的两类衍生品,功能完全不同。CDS 是一种类似保险机制的风险管理工具,而 CDO 属于融资工具,即以各类债券作为基础资产担保发行的债务凭证。最新的金融文献一般将 CDO 视为“证券化技术”。从这个角度看,CDO 变成了“证券化”的代名词,可以包容 MBS、ABS、CDO、CDO 平方等一系列具体的金融产品。对于 CDO 的概括介绍,参见张明:《透视 CDO:类型、构造、评级与市场》,《国际金融研究》2008 年第 6 期。对于金融海啸中衍生品危机的基本分类,参见笔者:《金融海啸中的三重危机与法律应对》,《社会科学》2009 年第 6 期。

为当前各国金融、法律领域的学者关注的热点问题。

## 一 “CDS 第一案”:瑞银集团诉 Paramax

CDS 从来就不是纠纷和诉讼的真空港。即使在次贷危机前,CDS 纠纷也时有发生,但是,没有一个案件象瑞银集团诉 Paramax 一样受到媒体和法律界的广泛关注。或者说,正是因为媒体的报道,人们发现 CDS 的买方只是一些资本和风险承担能力有限的基金,而购买 CDS 的许多“航空母舰”式的金融机构却对此泰然处之,从而开始诘问 CDS 的买方和卖方进行交易的动机,甚至公开指责瑞银欺诈。

双方争讼的 CDS 合约签订于 2007 年 5 月,瑞银是 CDS 买方,Paramax Capital(本文简称 Paramax)是 CDS 卖方,合约标的是瑞银所承销的一笔次贷债务担保债券(简称“次贷 CDO”)的违约风险,即 Paramax 为次贷 CDO 基础资产损失可能引发的超优先级债券的偿付违约提供信用保护。瑞银次贷 CDO 下所发行的超优先级债券总额为 13.1 亿美元,均获得了 AAA 的评级。由于位列投资级债券之列,理论上违约风险极低,因此合同约定的 CDS 权利金水平为每年 15.5 个基点(1 个基点为万分之一),即瑞银集团每年向 Paramax 支付 203 万美元( $13.1 \text{ 亿} \times 0.155\%$ )权利金。

Paramax 是一家位于康涅狄格州的小型对冲基金,权益资本仅 2 亿美元,基金协议设定单笔头寸暴露不超过 4000 万美元。为承担 CDS 合约下信用保护的责任,Paramax 设立了一家特殊目的载体(SPV),并投入 460 万美元作为履约保证金。6 个星期后,由于 CDO 市场恶化,Paramax 收到了瑞银集团第一个追加担保品的电话,金额为 236 万美元。接着就是第二次、第三次追加担保品的通知。短短 3 个月内,Paramax 合计追加了 3000 万美元的担保品。2007 年 11 月,当瑞银集团再次通知 Paramax 追加 3300 万美元的担保品时,Paramax 拒绝了。

瑞银集团遂于 2007 年 12 月起诉至法院要求 Paramax 履行合约。Paramax 则提出反诉,指控瑞银进行了过失性不实陈述,且没有信守其对 Paramax 做出的“次贷 CDO 不会贬值”的承诺,要求瑞银集团退回 3000 万美元的担保并赔偿损失。

双方披露的法庭文件显示,这个案件中有太多的蹊跷:例如,瑞银为次贷 CDO 优先级债券支付的权利金水平仅为 15.5 个基点,甚至比同等评级公司债券的 CDS 保费还要低。而 2007 年 5 月美国次贷危机已经爆发,建立在次贷基础上的 CDO 市场开始摇摇欲坠,违约风险已经很明显,市场上的 CDS 权利金大幅上升。再如,以 Paramax 区区 2 亿美元的资本,如何能对高达 13.1 亿美元的次贷 CDO 提供保险?当 CDO 的次贷资产池贬值时,单是为履行 CDS 下的保险责任而追加的担保品就可能把 Paramax 压垮。但是,瑞银负责 CDO 估值的董事却对 Paramax 表示:“瑞银对该批 CDO 的估值是自主确定,而不是盯市,因此可以免受大市波动的不利影响”。换言之,瑞银不会让 Paramax 遭遇市价下跌的风险。

或许正是因为交易中存在各种不足为人道的“秘密”,或许瑞银集团不希望继续成为媒体的焦点,2008 年 10 月,双方在庭外达成和解协议。这也将瑞银与 Paramax 间 CDS 的更多细节掩于幕后,但这一案件本身已经充分暴露出 CDS 这一金融创新的异化,揭示了金融海啸中信用衍生品危机最终爆发的踪迹:其一,CDS 卖方并不具备履约能力。从理论上说,CDS 作为转移信用风险的手段,其卖方应当是一些实力雄厚的保险公司或大金融机构。然而,实

际出售 CDS 的却是对冲基金或投资人。<sup>[3]</sup> 如 Paramax 基金一样,这些对冲基金或投资人缺乏履约能力,当损失发生时无力承担保险责任,导致 CDS 保险功能形同虚设。其二,CDS 买方不在意保险效果。CDS 买方是信用风险的投保人,本应当对保险人的履约能力保持高度谨慎的态度,但实际却并非如此。作为 CDS 买方的大银行如此懈怠,令人疑惑 CDS 在实践中究竟发挥何种功能。

CDS 本质上是一种风险转移的合同。然而,如 CDS 第一案所显示的,不论是 CDS 买方还是卖方都对合同的履行责任持有一种极不负责任的态度,使得这一管理风险的工具丧失了其最原始的意义。

## 二 CDS 经济功能的异化:从保险机制到投机工具

### (一) 异化的路径:投资工具论

尽管 CDS 一开始是作为风险转移机制而产生,但它很快被市场各方视为一个好的投资品种,其中,出售 CDS 成为无本金而投资债券市场的重要方式。两个方面的因素共同促成了对 CDS 的这种认识:一是实践的影响,二是理论的支持。

从实践层面来看,由于 2007 年前美国房地产市场以及实体经济的持续繁荣,各类债券的违约率都较低。2007 年之前的 CDS 卖方几乎是坐着收钱,获利甚丰,人们也就忽略了其作为保险人未来可能承担的责任风险。

从理论层面看,现金流分析方法显示,出售特定标的债券的 CDS 的收益等同于融资购买该标的债券的收益,即出售 CDS 与投资标的债券是等效的。以美国福特汽车公司发行的 5 年期债券为例展示投资工具论的分析框架,假定投资人向银行融资需支付的利率为 Libor,<sup>[4]</sup> 出售 CDS 权利金的费率为 50 基点,福特债券支付的年利率为 Libor + 50 基点。

——融资购买标的债券 投资人向银行借款购买福特债券,每年收到福特公司 Libor + 50 基点的利息,同时支付 Libor 利息给银行。5 年后,福特公司偿付债券本金,投资人全数归还银行。因此,融资购买交易的最终结果是:投资人在 5 年中获得了 250 基点的收益。如果福特公司债券违约,最终回收率为 70%,则投资人收到 70% 的本金,但须还给银行 100% 的本金,这样,投资人在本金上净损失 30%。

——出售标的债券的 CDS 投资人出售福特债券的 CDS,每年获得 50 个基点的保费收入。如果福特到期正常还本,投资人无须承担保险责任,5 年中共获得 250 基点的收益。如果福特债券违约,最终回收率为 70%,则投资人须履行保险责任,赔付 CDS 买家 30% 的本金,因此投资人的净损失额为本金的 30%。

这样,一个想投资于债券市场但又缺乏资金的投资人,既可以选择融资购买债券,也可以选择出售 CDS。两种情形下的现金流一样,收益也一样。但出售 CDS 俨然比融资购

[3] 其中一个很重要的原因是专业保险机构的承保能力远远不能满足被保险的各类债券、特别是资产证券化产品的需要。根据维基百科的数据,截至 2006 年,有保险覆盖的结构性产品规模达到了 3.3 万亿美元,包括资产支持债券、CDO 等。然而为此提供保险的专业债券保险商的股本只有 340 亿美元。此外,作为全球最大保险公司的美国国际集团尽其所能也只出售了 4000 亿美元的 CDS。

[4] Libor 指伦敦银行间市场同业拆借利率,是国际借贷合同中最常用的参照利率。

买标的债券更合算,因为投资人不需要初始投入,也不需要向银行借钱,相反还可以先拿到投资收益,实际占用该笔资金。因此,合乎“逻辑”的推论就是:CDS 是一个再好不过的投资品,而出售 CDS 对于缺乏资金的市场主体或投资人是一种最理想的投资方式。

### (二)从投资工具到投机工具

然而,我们本能地感到,“出售 CDS 是理想的投资”的论断与 CDS 卖方作为保险人的地位相矛盾,也与瑞银诉 Paramax 一案中 Paramax 的境遇有天壤之别。问题究竟出在哪里?

答案是——上述分析混淆了投资与投机的区别。在上面的现金流理论分析中,出售 CDS 不是与正常的投资行为来比较,而是与融资购买进行类比,二者在投资收益上是等效的。但是,融资购买证券作为一种信用交易,天生就是一种高风险的投机行为。实际上,不论是融资购买证券还是出售 CDS,在杠杆的压力下,都无法承受标的债券价值的轻微下跌,否则就会被融资方或者 CDS 买方要求追加担保品,直至割肉出局,遭受惨重损失。因此,出售 CDS 并非正常的债券投资行为,而是一种高风险的信用投资行为。省略“信用交易”这一前缀,把 CDS 直接等同于“投资工具”,把出售 CDS 直接等同于“投资行为”,如果不是金融专业人士的一种无意识的疏忽,就是对大众投资人别具用心的诱骗。

不仅如此,对于 CDS 买方而言,这一金融创新也很快演变为一种投机工具。CDS 合约与传统保险存在着一个本质的区别,那就是传统的保险要求投保人具有“保险利益”,但 CDS 买方不需要实际持有被保险的债券,且 CDS 可以被设计成与任何债券、实体或指数挂钩。因此,那些看空某个公司、某类资产或者某个国家的机构或基金大肆买入 CDS,只等参考实体或参考债权价值下跌后收获巨额赔偿金。虽然做空是市场定价机制的一部分,但过度做空不仅造成市场急剧波动,甚至对相关企业的正常运作形成恶意冲击。<sup>[5]</sup> 即使是那些实际持有被保险的债券的 CDS 买方也可以通过信用事件的灵活约定来达到投机甚至赌博的目的。这一点,在前文讨论的几个 CDS 案件中得到了充分的展现。

保险法通过“保险利益”的要求来防范、限制的道德风险,在不受保险法约束的 CDS 合约中充分地展现出来。CDS 也就蜕变成为人们对某个公司、某类债券甚至某个国家下注的工具,赌博参考实体未来陷入财务恶化境地的前景。

### (三)异化的结果:CDS 成为新的风险源

将 CDS 定位于投资工具,不仅激发了专业债券保险商、一般保险公司的参与热情,而且吸引众多基金,包括对冲基金、共同基金甚至退休基金进入 CDS 市场。主体的多样化表面上似乎实现了分散银行风险的目的,但却导致 CDS 这种保险机制的基本功能受到极大损害,在 2008 年金融危机中更蜕变为新的风险源。

首先,基础资产风险转移初衷的落空。2007 年次贷危机爆发,首先引发了以次贷为基础资产池的 CDO 等证券化产品价值暴跌,随后又波及实体经济,引起大量公司债券违约,导致众多 CDS 卖方必须承担保险责任。然而,由于参与 CDS 交易的众多中小基金从一开始就忽略了未来保险赔付的风险,因此并无能力承担赔付责任。当作为 CDS 卖方的中小基金破产后,作为 CDS 买方的银行或其他金融机构也丧失了信用风险保障,风险敞口重新暴露出来。它们被迫尽快抛出手中的次贷债券以止损,从而加剧了证券化产品市场的循

[5] Frank Partnoy & David A. Skeel, Jr., “Debt as a Lever of Control: The Promise and Perils of Credit Derivatives”, 75 *U. Cin. L. Rev.* 1019, at 1038 - 1040.

环下跌。

其次, CDS 市场的庞大规模引发了 CDS 合约本身的履约危机。截至 2007 年底, CDS 全球市值估计达 45 万亿 ~ 62 万亿美元, 远高于市场上流通的债券总额。<sup>[6]</sup> 换言之, 参与对赌的市场主体远远高于需要信用保护的市场主体, CSD 市场已经演化为高度投机的市场。当市场出现大规模债务违约, 基于违约债券的 CDS 待偿金额将出现数倍甚至数十倍的增长, 引发巨大的市场风险, 充分显示出“大规模金融杀伤性武器”的威力。

此外, CDS 合约的运作方式也让真正以保险方式运作的保险公司陷入营运误区, 甚至破产境地。CDS 与任何一种场外衍生交易一样, 为减少对手方日后履约风险, 会要求对手方提供担保品, 且担保品随着参考债务价值下跌或信用降级而增加。这与保险公司仅当保险损害发生时才对外赔付的运营方式完全不同, 令保险公司遭遇巨大的流动性风险。

综上所述, CDS 从风险管理工具异化为投机工具, 不仅未能有效地转移信用风险, 反而因各种主体的介入而放大了信用风险, 直至引发系统性危机。这不能不说是金融创新的一种辛辣讽刺。

### 三 CDS 法律性质的异化: 从合同到证券

从法律角度看, CDS 作为一种合约, 体现为信用保护卖方与买方之间的合同关系, 应受到合同法基本原则的约束。<sup>[7]</sup> 然而, 在实践中, 与 CDS 从保险机制向投资/投机工具的异化过程相呼应, CDS 合约的合同属性逐渐让位于“证券”的特征——自由转让, 但又无须承受证券法的监管。这一异化瓦解了 CDS 的法律基础, 引发巨大的对手方风险。

#### (一) 异化的路径: ISDA2005 年合约更新议定书<sup>[8]</sup>与“自由转让”的合同

合同最大的特点是相对性。双方当事人在自愿协商的基础上签订合同, 并相互履行。在 CDS 合约中, 从双方成交到信用事件发生有一定的时限, 因此买方与卖方的义务呈现持续性的状态。如果任何一方希望转让合同项下的权利义务, 依据合同法“债务人转让合同必须经债权人同意”的一般原则, 必须事先经对手方同意。考虑到 CDS 的风险保障目的, 对手方可能并不会同意 CDS 合约的转让。然而, 在现实中, CDS 合约却呈现频繁的“更新”。由于参与 CDS 交易的对冲基金或者非银行金融机构都是将 CDS 视为投资/投机工具, 因此, 它们会根据市场以及自身资金状况而随时调整 CDS 合约的持有数量和方向。基于合同原理, 希望变更或者消除原有 CDS 头寸位置的一方应当与对手方协商终止合同。<sup>[9]</sup> 在 ISDA 主协议下, 这将赋予对手

[6] 转引自巴曙松:《加强对影子银行系统的监管》,《中国金融》2009 年第 14 期。

[7] 这也正是法院(尤其是美国法院)审理 CDS 纠纷时遵循的基本原则。在几乎所有的判决中, 美国法官都认定合同必须履行。其背后的逻辑是: 尽管有些 CDS 的当事人(多为买方)可能因为履行合同而遭受严重的经济损失, 甚至破产, 但如果判定合约可以不履行, 整个金融体系受到的损害将无法估量。参见 *e. g.*, “Passing the Test: Enforceability of Standard CDS Contracts” (Allen & Overy LLP, Dec. 01, 2008), 资料来源: <http://epublications.allenoverly.com//English/New York/ICM/Final/eBulletin.gif> (最后访问日期: 2009-11-25)。

[8] 关于该议定书的具体内容及最新发展, 可以访问 ISDA 的官方网站: <http://www.isda.org/2005novationprot/2005novationprot.html> (最后访问日期: 2009-11-27)。

[9] 从理论上说, 希望变更 CDS 头寸位置的一方也可以通过一项反向交易来达到目的, 但做反向交易意味着新开仓位, 有新的风险敞口以及初始保证金的要求, 这对于规模不大的对冲基金来说负担比较重, 因此实践中比较少见。

方以确定按照何种价位了结合约的权利,其结果可能对于要求终止合约的一方不利。<sup>[10]</sup> 因此,对冲基金等非银行金融机构更倾向通过转让合约来变更头寸,特别是当转让合约有几个潜在承接方时,它们彼此出价竞争可以令转让方从中获益。

鉴于众多市场主体将 CDS 视为投资工具,或者更抽象地说——“证券”,因此,合同法对合同转让的程式性要求在证券交易所追求的“自由”与“效率”面前往往消弭于无形。实践中,对冲基金或者非银行金融机构在转让 CDS 合约时并不及时告知对手方;承接 CDS 合同的新主体也不会及时通知原 CDS 合约的买方。由于 CDS 市场并无集中登记或清算机制,市场极不透明也缺乏任何监管,一些 CDS 交易商往往直到 CDS 合同下的支付突然中断,或者突然接到转让方要求取回担保品的请求时,才知道合同已经转让。更糟糕的是,当违约事项发生时,作为 CDS 买方的投资人想找 CDS 卖方履行赔付义务时,却往往发现当初的保险人可能已经变成了一个没有偿付能力的对冲基金。

未经对手方同意的 CDS 合约转让大大增加了市场主体的法律风险,新旧合约当事人之间围绕原合约项下的抵押品产生的分歧,或者因未能及时支付合同项下款项而引发的纠纷频频出现。不仅如此,自由转让的 CDS 也引发了合同本身效力的不确定性。作为 CDS 合约法律基础的 ISDA 主协议规定“未经对手方同意不得转让合同”,因此,那些已经转让的 CDS 合约的法律效力如何颇存疑问。承接了 CDS 合同的主体是否可以要求强制执行 CDS 合同下的权利,特别是当对方违约或者破产时,能否主张抵消、终止净额结算等权利,也就存在着更大的不确定性。此外,由于合同转让导致对手方账户记录的不准确,也给一方违约时有序地了结合约终止后的诸多事项制造了很大障碍。<sup>[11]</sup>

2005 年以后,美国、英国等主要场外衍生交易中心所在国的监管者纷纷表示了对 CDS 转让问题的关注,并推动 CDS 市场主要交易商采取措施控制履约风险。最终,ISDA 发布了有关合约更新的议定书(Novation Protocol, 2005),加入该议定书的衍生交易当事人若转让合约,转让方必须在转让当日 18 时前获得原合同对手方的同意;如果转让方未能从对手方处得到书面同意,则视为其缔结了两份合约,一份是原合同,一份是与受让方之间的新合约。为换取对冲基金等对该议定书的支持,场外衍生交易中最活跃的一些金融机构也承诺,它们将在收到通知后 2 个小时内做出是否同意的回复。<sup>[12]</sup> 这样,CDS 合约的自由转让的合同法障碍就彻底消除了。

客观地看,ISDA 更新议定书的安排提高了 CDS 合约转让的效率,增加了对手方的确定性,但是,它并没有消除 CDS 下的履约风险。CDS 合约最大的风险就是对手方的履约能力。当 CDS 合约可以自由转让时,合约存续一方能否在短短 2 个小时的时间里将承接 CDS 合约的对手方的信用审查清楚,不乏疑问。更主要的是,由于 CDS 市场规模太大,根本没有足够多的合格主体来承接所转让的合约。因此,ISDA 更新议定书仅仅是在形式上解决了对手方的确定问题,却无法消除对手方的履约风险。

[10] “终止”是 ISDA 主协议以及 2009 年 3 月发布的《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》(简称 NAFMII 主协议)的核心条款之一。其含义及法律后果与传统合同法下的“终止”不同,着眼于在终止合约的同时实现合约项下的公允价值,类似于合约在该终止时点上得到完全履行。以 NAFMII 主协议为例,在衍生交易合约提前终止时,守约方应收到的结算款项为:“所有被终止交易的公允价值总和的终止货币等值额 + 守约方应收到的未付款项终止货币等值额 - 违约方应收到的未付款项终止货币等值额”(参见 NAFMII 主协议第 9 条)。实践中,也存在合约对于违约方更有价值的情形,因此终止时计算合约公允价值的结果是由守约方向违约方支付相关款项,违约方与守约方的区别仅通过利率或罚息率来体现。

[11] CPSS, *New Development in Clearing and Settlement Arrangement for OTC Derivatives*, March 2007, at 34.

[12] CPSS, *New Development in Clearing and Settlement Arrangement for OTC Derivatives*, at 35.

国际清算银行 2007 年发表的调查报告指出,以 CDS 为主体的信用衍生品合约转让的比例达到 25%,远高于其他衍生品。<sup>[13]</sup> 许多 CDS 合约可能因转让而陷于履约不确定状态;在最极端的情形下,CDS 合约本身的履约风险甚至可能导致全球债券市场的“脱保”!

### (二) 异化的结果:不受管束的“证券”

CDS 从受相对性约束的合同演变为自由转让的投资品,实质上具有了“证券”的特征,但却又不需要接受任何证券监管。由于其自由转让性,一些 CDS 的当事人订立合约的动机就是转让牟利,对自己或对手方能否履约并不关心,使得 CDS 所提供的保护有名无实。

金融市场发达的国家通常对于“证券”都有一套比较成熟的监管制度,对发行人有严格的信息披露要求,同时还存在一个集中清算交收体系以防范交易市场的系统性风险。这一切,对于维护证券市场的稳定、保护投资人的利益可谓至关重要。相反,CDS 属于场外衍生交易,本质上是当事人之间自由协商订立的合同,因此上述证券监管制度并不适用,类似证券交易所集中交收的风险控制机制也不存在。CDS 买方控制对手方风险的唯一手段就是向对手方要求追加担保品。但是,如果对手方先天就不具有履约能力,自然也无法追加足够的担保品,这正是“CDS 第一案”所显示的情形。CDS 合同的自由转让更进一步加剧了对手方风险。不难想见,这种缺乏监管与集中风险控制机制的“证券”市场无法摆脱最终崩溃的命运。

## 四 CDS 市场基础与法律监管的改进

以索罗斯为代表的激进派主张颁布法律禁止 CDS 的存在,但应者寥寥,因为 CDS 作为分散信用风险的金融工具,其积极意义不容忽视。事实上,虽然许多产品和交易方式都被认定为这一轮金融危机的“罪恶之源”,但似乎还没有一种产品或交易方式被彻底否认或禁止的。当前主要金融市场国家的立法动议都是在维持 CDS 合约合法性的前提下,改进 CDS 的市场基础,并将其纳入金融监管框架。

### (一) 私法层面的改革空间有限,交易当事人的自律才是解决问题的出路

如前所述,CDS 合约不受限制的自由转让是 CDS 异化的主要路径,而法律上形式至上、公司法上商业判断原则的滥觞,又对 CDS 的异化起到了推波助澜的作用。但是,私法规则,尤其是合同法和公司法的一些固有原则,其涉及面十分广泛,不能因为这些原则在 CDS 交易或特定领域的消极作用而轻易改变这些原则。

形式至上或外观主义作为商法的基本判断标准,是保障交易安全的重要手段。美国公司法上发展出来的商业判断原则对公司的正常运营意义重大。如果没有这个原则,公司的董事和高管肯定会变得更加谨小慎微,经营者的经营自主权将成为一个空壳,公司将成为一种毫无效率的组织形式。

ISDA 议定书对合约转让的当日通知与同意的要求,虽然有迎合金融实务界对自由转让的需求的嫌疑,但也达到私法对合同转让进行限制的极致了。现实中,基于合同的相对性,对转让的限制只能通过对手方(即买方)积极发挥监督作用来实现。而只有买方在 CDS 合约中存在真实的“保险利益”时,它才有动力去监督 CDS 卖方的转让行为。因此,对 CDS 合约自由转让的限制也是与我们下面讨论的还原保险机理的要求紧密联系在一起。

[13] CPSS, *New Development in Clearing and Settlement Arrangement for OTC Derivatives*, at 34.

## (二) 还原保险机理的建议和尝试

美国著名证券法学者托马斯·L·海曾(Thomas Lee Hazen)建议,将 CDS 纳入严格的保险监管框架加以监管。<sup>[14]</sup> 如果法律要求 CDS 的买方像投保人一样有保险利益,即真正拥有暴露在信用风险之下的债权,将极大地减少对 CDS 产品的投机性需求,消解 CDS 市场的巨大泡沫。在 CDS 的出售方,则要求其具有类似保险公司的履约能力,并受到与保险公司相同的监管。这也就意味着,需要对对冲基金等 CDS 卖方适用偿付能力标准监管,或者限制其负债规模。

美国各州的保险监管机构也在 2008 年下半年开始研究将债券持有人购买 CDS 纳入州保险法的可能性。全美保险立法者大会(National Conference of Insurance Legislators - NCOIL)<sup>[15]</sup>的 CDS 专门小组还起草了模范法草案。但由于联邦层面的金融监管改革正在进行中,各州的保险机构最终搁置了这种想法。<sup>[16]</sup>

无论 CDS 最终是否被纳入保险监管框架中,可以肯定的一点是,保险监管不可能对所有的 CDS 进行监管,除非我们全面禁止 CDS 投机。更重要的是,即使排除没有“保险利益”的 CDS 交易,传统的保险公司恐怕无力对所有的信用保护需求提供保险。

## (三)《2009 年场外衍生品市场法案》及其对 CDS 交易可能产生的影响

随着人们对不受监管的场外衍生品交易危害的认识的不断深化,场外衍生品市场的监管日益受到美国政府和国会的重视。从 2009 年 1 月到 5 月,美国参议院的议员纷纷以个人身份向相关的委员会提交对衍生品交易进行监管的立法案。2009 年 5 月 13 日,美国财长盖特纳在其给参议院相关议员的信中,首次明确了美国政府关于场外衍生品市场监管的四个目标:(1)防范系统性风险;(2)提高市场效率及透明度;(3)防范市场操纵、欺诈和其他违法的交易行为;(4)禁止向非专业投资机构或个人兜售场外衍生品。2009 年 6 月 17 日,美国财政部公布了金融监管改革白皮书,重申了场外衍生品市场监管的四个目标,并提出了具体的立法建议。同年 8 月 11 日,奥巴马政府向国会提交了其系列金融改革法案中的最后一个——《2009 年场外衍生品市场法案》,提出对场外衍生品交易监管的一揽子方案,主要包括:(1)市场基础改革,要求 CDS 交易尽量“标准化”,所有“标准化”的 CDS 交易必须通过①一个受监管的中央对手方(CCP),或者,②“交易所或其他的互换结算系统”清算,以获得合约总量及当事方的信息,增加 CDS 市场的透明度。<sup>[17]</sup> (2)信用风险控制,即由中央对手方对头寸设定保证金要求,以对市场主体持有的 CDS 头寸的规模进行适度控制,此外,CDS 头寸较大的机构,不论是交易商,还是保险公司、对冲基金或其他最终用户,都必须满足财务能力、杠杆率等方面的要求。(3)加强 CDS 的监管及信息披露。具体措施包括修改现行立法,明确划分 CFTC 和 SEC 对 CDS 的监管职责。要求 CDS 清算登记机构向监管者提供各对手

[14] Thomas Lee Hazen, "Filling a Regulatory Gap: It Is Time to Regulate Over - the - Counter Derivatives", Second Issue of 34 *Admin. & Reg. L. News* 3 (forthcoming winter of 2009), 论文摘要来源:[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1338339](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1338339).

[15] 该机构是各州关注保险立法和监管的专业人士的一个组织,其官方网站为 <http://www.ncoil.org/>。

[16] "OTC Derivatives - in the Crosshairs of U. S. Regulatory Change" (Mayer Brown, May 19, 2009), 资料来源:[www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=6753](http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=6753) (最后访问日期:2009-11-28)。

[17] 在集中清算或登记方式下,相关的登记或清算机构仅提供信息记录或清算服务,并不作为中央对手方以承担整个市场的信用风险。场内交易与集中清算或登记两种方式下,银行等市场主体的自由度不同,由此也引发了对改革路径的争议,参见 Joanne Morrison, "金融危机催变信用衍生品市场版图",李孟来编译,《期货日报》2008 年 12 月 11 日。



方的头寸信息等。(4)由联邦银行监管机构对作为做市商及参与大额互换交易的银行进行监管。(5)严格定义能够参与场外衍生品交易合格投资者。

对 CDS 而言,也许正如美国证券交易委员会玛丽·夏皮洛主席就《2009 年场外衍生品市场法案》向国会作证时所说的:法案明确了 CDS 交易必须接受监管。<sup>[18]</sup> 这样,不受限制的自由转让和异化为不受监管的“证券”的 CDS 终于受到监管了。

上述法案如果最终获得通过,将极大地改善 CDS 交易的市场基础。但是,法案只要求将“标准化”的衍生品交易纳入集中清算,并辅以各种监管要求,这意味着许多非“标准化”(包括当事人选择“非标准化”)的 CDS 还将游离于监管之外。虽然法案要求 CFTC 和 SEC 在法案正式通过后 180 天内就“标准化”作出定义,而且两个机构很有可能作出一个可以涵盖尽可能多的衍生品交易的定义,但法案本身已经就互换的清算作出了例外规定。根据法案,那些没有清算系统能否处理的互换交易,或者一方当事人不是“互换品做市商”或“大额互换参与者”,并且不能满足可能提供清算服务的清算系统要求的条件,法案对它们的交易和清算就不作要求。<sup>[19]</sup> 这样,那些最需要保护的中小机构或个人参与的交易就被排除在监管之外了。这也正是 ISDA 在其 2009 年 6 月 2 日给美联储纽约银行主席的信中所指出的,在该信中,ISDA 表达了对美国政府金融改革计划的支持,承诺改善清算安排,但也委婉地表达了对场外交易衍生品进行中央对手方电子清算可能遇到的技术障碍——例如,CDS 交易,尤其是保证金的交易,要求即时清算,许多清算系统可能不能满足时间上的苛刻要求。<sup>[20]</sup>

---

[Abstract] The author takes UBS vs. Paramax, the first reported CDS litigation after the sub-prime mortgage crisis, as an example to analyze how CDS develops into a speculative product, and the role of law in this process. CDS transactions are carried out by contracts between parties. It is the credit risks inbuilt in the contract performance that have diminished fundamentals of CDS as a credit-risk-management instrument, thus leading the transformation from an insurance instrument to a speculative instrument, from contract to unregulated “securities”. The alienation of CDS demonstrates the failure of formality-based law and regulations in catching up with financial innovations, which appreciate the function and substance more than the form of a deal, and calls for a thorough overhaul of law and regulations in this field.

---

(责任编辑:陈 洁)

[18] 法案明确在证券交易所交易的对证券提供信用保护的 CDS 的证券地位,夏皮洛建议国会立法时进一步明确即使是证券指数的 CDS,也应该纳入证券的范围。参见“Testimony Concerning the Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009” (by Chairman Mary L. Schapiro, U. S. Securities and Exchange Commission, Before the House Committee on Agriculture, September 22, 2009), 资料来源: <http://www.sec.gov/news/testimony/2009/ts092209mls.htm> (最后访问日期:2009-11-29)。

[19] 参见 e.g., “Obama Administration Submits Final Legislation to U. S. Congress Regarding Over-the-Counter Derivatives” (Shearman & Stealing LLP, Aug. 14, 2009), 资料来源: <http://www.shearman.com/Obama-Administration-Submits-Final-Legislation-to-US-Congress-Regarding-Over-the-Counter-Derivatives-08-14-2009/> (最后访问日期:2009-11-29)。

[20] 转引自“OTC Derivatives - in the Crosshairs of U. S. Regulatory Change, Part II” (Mayer Brown, June 18, 2009), 资料来源: <http://www.mayerbrown.com/publications/article.asp?id=7027> (最后访问日期:2009-11-29)。